



作者： 有色金属组 杨莉娜
执业编号： F0243443（从业）
联系方式： wangjun2@foundersc.com
成文时间： 2018年4月8日星期日

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

锌：观望情绪加重 挺价信心受挫

行情回归及展望

进入3月份以来，锌市整体进入持续下滑盘整的态势，伦锌和沪锌均较最高点有了近10%的下滑。目前来看，贸易战对伦锌贸易商信心的打击较重，在市场风向未定时金属板块均面临系统性的下跌风险，造成了挺价力度不够的局面。国内市场则因为需求小幅下滑和环保督查的压制出现了库存小幅回升的情形，虽然精炼锌产量有所下降但市场的恐慌心理难以抑制。

从当前的盘面逻辑上看，LME的cash-3升水重新返回10美元/吨关口上方，LME的库存注册仓单比重大幅下降，但库存再度出现小幅补库，市场情绪仍然不稳定。国内市场方面也出现了现货升水提高的情况，但国内投资者观望情绪较为浓郁，大量的期货库存和各地现货库存对上行仍呈现一定程度的打压，因而未来一个月锌价仍主要由外盘带动上行。沪锌的资金流仍然偏低，沪锌在24000-25000元/吨一线停留了较长时间，24500元/吨支撑的有效性下降。

因而综合来看我们认为伦锌目前有着一定的反弹信号，反弹信号的强弱直接取决于中美贸易摩擦的最终变动，但投机热度依然减弱，大幅度拉升的可能性下降，使得我们略微调低第二季度的锌价上行预期至3650美元/吨和27000元/吨附近。国内市场的观望力量和对贸易战的过度解读将使得24000-24500元/吨支撑的有效性大幅下降，据了解部分大的现货商已经在进行择时卖保，因而市场的空方力量相对更强。我们认为四月份锌市将更适宜波段操作，当前时点进行卖保和买保均有较大风险，可适当建仓等候市场风向。总体而言二季度锌市仍有较大概率冲高，市场稳定后考虑逐渐追多的操作。

第一部分 宏观环境分析

在2月中旬，新任美联储主席鲍威尔强势言论支撑美元，同时释放美国放宽银行监管的信号，有色金属上行整体走弱；在2月下旬，特朗普悍然发起贸易战，由于LME锌的主要库存都集中在美国的新奥尔良，只有极其凌乱的库存分布在亚洲和欧洲，因而美国的贸易战切实影响了有色金属贸易商的利益，虽然暂时只对钢铁和铝征税，但是对于兼顾有色金属的贸易商而言势必做出相当的调整。后续虽然豁免了加拿大和墨西哥的贸易关税，但对于德国、英国和法国而言是想当沉重的打击，德国的汽车工业、高新电子器件工业；英国庞大复杂的金融服务和进出口贸易；法国众多的轻工业均受到波及，欧盟、英国、美国就贸易上争论不休，给有色金属贸易持续性的施压。在3月上旬，特朗普又将剑锋指向中国，旨在削减1000亿美元的中美贸易逆差，约占总贸易逆差的30%，国内市场进出口板块继续承压。进入3月以来，特朗普依次将副国务卿、中央情报局局长、国务卿、白宫国家经济委员会主任、联邦调查局局长、国家安全副顾问、国家安全顾问换帅，特朗普的民意支持率大幅上调，为其持续打响贸易战有底气。进入三月下旬，美国对欧盟等国家进行关税豁免，剑指中美贸易，力图缩小600亿美元的贸易逆差，对中美市场产生较大打击。

从特朗普上台以来的历史表现上看，除了一贯的商人本性外，在废除奥巴马医保一事上可以看出他对完成目标的执着，特朗普一直对美国的贸易逆差表示不满，单纯的通过削减进口只会将蛋糕做小，而合理的逻辑应是摆明姿态后通过谈判签署更多的出口条款，在净出口增长的同时将蛋糕做大、将自身的利润做的更丰厚才是最合理的趋势，站在这个角度上考虑后续特朗普最有可能以贸易为筹码掺和英国的脱欧谈判，并竭力遏制德国汽车、电子等工业对美国的出口，贸易战其次影响的是法国。但美国自身的住房和汽车工业的复苏也将导致用锌需求的回暖，因而大面逻辑上对锌市的影响较为有限。从表中可以看出美国经济在未来的几个月仍是全球经济体中最有吸引力的市场，在对法德抢占先机后将迎来增长的高峰，因而美国做小蛋糕本质上是对自身利益的最大损害。

中美贸易摩擦冲突仍在不断升级，中美贸易战角度而言，中方已表现出奉陪到底的强硬姿态，特朗普的在欧洲区的“大棒加胡萝卜”政策并未见效，但截止4月9日，特朗普仍未在推特上表明任何的退步，相反继续谴责中方通过WTO盗取美国经济成果，并使用“5000亿美元的贸易逆差和3000亿美元的知识产权被窃取”等夸张手段争取民众的认同，并且获得了部分美国人的支持，因而在双方的强硬表态下，中美的贸易摩擦将升级为常态。需要注意的是近日的在美华裔可能遭受更多的排挤与歧视，中美民间的观念冲突升级速度将先于贸易升级的速度，监测的重心应当放在贸易摩擦是否向金融等其余领域转移，如若美国4月PMI仍然高企则这场贸易摩擦将变得更加持久。

第二部分 现货市场分析

一、精炼锌市场

3月以来现货市场表现不佳，一是因锌价回暖程度不及预期，生产厂家惜售。二是，华北市场镀锌企业停产，天津市场需求下降，现货出货受阻，市场报贴水范围连日扩大，其他地区成交以刚需为主，交易氛围平平。另外，上海市场部分进口锌锭流入，补充近期国内部分检修而减少的供应量，市面流通货源充足。本周内0#锌锭成交价运行在24750-25150元/吨，升贴水范围整体在贴水110-平水之间，双燕、驰宏品牌锌锭多在平水附近成交，麒麟、久隆、陕锌等躲在贴水60-100元之间成交。

3月过半，国内冶炼锌厂个别开始检修，但时间基本在一星期左右，加上河南环保限产，

3 月份预计锌产量下降 1 万多吨。当前锌市需求端疲软，本周环保限产加持在天津、唐山、邯郸等地区，镀锌厂家原料采购意愿大减，市面锌锭供应受阻，加之锌价过低，厂家出货量少，大部分市场供给充足。三月下旬关停企业陆续恢复，且基建市场已经开工，钢市也在恢复活跃，镀锌补库生产，将会扩大锌锭需求量。后期检修厂家增加，预计现货供应偏紧。

二、镀锌市场

全国镀锌市场价格弱势盘整，经过 12 月拉涨之后，市场价格处于相对高位，市场继续上涨空间有限。元旦过后，钢市大环境继续走弱，期货盘面不佳两相作用大大的增加商家心态压力，商家观望情绪明显，操作仍以出货为主。需求而言，涂镀板卷多数用在的室外开工项目逐步有所停工，建筑板需求进一步减弱，家电、汽车、五金类需求也难有明显支撑，整体需求不佳难对成交形成利好。同时贸易商表示，镀锌、彩涂流通性较热卷有明显不如，且价格滞后性更为明显，春节前备库积极性保持较低。不过对于价格来说再下跌的意愿已经没有，接下来商家陆续放假，等待节后价格上涨开春卖货，对价格敏感度进一步下降，因此市场价格或继续以稳为主。

三、氧化锌市场

中国氧化锌市场呈现疲软清淡的形势，连日来各个省份地区的氧化锌市场价格频繁略显频繁，并且大部分区域的报价有下滑趋势，不过供销相对稳定，市场预期较好，步入 3 月以后山东、河北等省份，开工率逐渐攀升，产量不断加大，市场状态表现欣欣向荣。业内人士对市场前景充满期待，而且下游企业的购买欲望也较好。浙江、江苏等地区氧化锌企业仍以长单为销售主体，出货压力尚可，下游企业的需求状态也差强人意。近日环保部门的监察压力尚可接受，氧化锌行业整体开工率累累攀升，加之大宗商品市场表现也令人看好，对氧化锌市场有一定促进，预计接下来氧化锌市场价格会有提升。据统计近期全国氧化锌企业整体开工率 6 成左右，各企业签单情况较为满意。

目前，国内氧化锌成交价格华北地区 99.7%级别 23750-23800 元/吨，99.5%级别 22900-23050 元/吨，99.2%级别 20300-20400 元/吨，华东地区 99.7%级别 23700-23800 元/吨，99.5%级别 23200-23300 元/吨，华南地区 99.7%级别 23850-23950 元/吨，99.5%级别 23300-23400 元/吨。

四、锌合金市场

国内锌合金市场总体跃跃欲试的形态，虽近几日价格变动频繁，并且下滑明显，但成交相对尚可，国内各个地区的锌合金价格均有小幅下调，其中华北、华东等地区价格调动幅度较为偏大。进入 3 月份至今，锌合金市场表现为蓄势待发的态势，近日锌合金市场已经开始表现全面回暖的形势，并且下游市场的个企业的市场前景也将有所提升，锌合金市场供需形态也会随之转好，需求面慢慢扩大。华南、华中地区为仍为长单销售主体，短期内出货压力较小，并且 3 月以来环保部门的监察力度也大大缓解，让锌合金企业看到了市场回暖的曙光，加之最近大宗商品市场以及相关有色金属材料市场也好于从前，给锌合金市场带来可一定的推进作用，本周锌合金价格小幅回落，且总体供销面变动不大。目前，据统计全国锌合金企业开工率为 5-6 成左右，锌合金市场目前成交价格，华中地区 26600-26800 元/吨，华东地区 26200-26400 元/吨，华南 26300-26500 元/吨。

后市预测：步入3月迎春时节，锌合金市场将全面迎来回暖气息，且环保部门压力减轻不少，预计未来一段时间锌合金价格将以稳步上进步为主，幅度范围为100-200元/吨左右。

第三部分 精炼锌市场分析

一、精炼锌生产情况

地区	统计产能 (万吨/年)	3月产量 (万吨)	同比 (%)	日均环比 (%)	累计产量 (万吨)	同比 (%)
湖南	88	3.4	-39.4	-10.0	11.2	-24.5
河南	32	2.6	2.7	1.4	7.8	5.9
辽宁	39	2.6	-3.7	-10.5	7.9	-2.4
云南	111	6.0	-6.8	-18.3	19.2	4.4
内蒙古	74	5.5	11.1	-13.3	17.1	11.7
四川	34	1.5	-2.0	-10.1	4.9	3.5
陕西	81	5.5	-11.3	-12.0	17.1	-7.1
广西	46	3.6	14.7	-14.3	10.7	4.8
广东	30	1.9	2.3	-13.1	5.7	-0.1
甘肃	43	2.6	15.2	-10.3	7.6	10.8
青海	10	0.7	61.5	-15.4	2.1	74.7
江西	10	0.7	-21.7	-26.7	2.3	-13.1
安徽	10	0.7	-7.1	-21.9	2.5	10.6
合计	608	37.3	-5.1	-12.9	116.0	0.1

图 3-1: 3月各地区精炼锌产量统计

数据来源：安泰科、方正中期研究院整理

3月份，除云南、安徽、江西等地部分冶炼厂有检修之外，其他多数地区日均产量环比均有所下滑。一方面，尽管3月份有几家冶炼厂相对集中的检修，但检修开始时间多数为中下旬，原料需求并未显著减少，月内加工费未出现明显上涨，表明国内整体原料供应形势仍不乐观，限制了冶炼厂增产空间；另一方面，3月锌价大幅回调，冶炼厂利润出现下滑，叠加前期大幅进口的原料库存货值较高，部分冶炼厂原料面临亏损风险，开工情绪受到一定影响。

4月份，前期检修的部分冶炼厂将恢复生产，但仍有个别检修将持续，同时陕西、广西、云南部分冶炼厂将新增检修，环比仍难以增产。近两月冶炼厂的检修多为季节性和计划中的检修，虽然不同于去年同期为应对不合理加工费的集中性检修，但今年按照计划大修停产的不在少数，因此，4月份整体产量同比也难有显著增加，预计4月份产量仍将维持在38万吨以下。



图 5-1: 国内精炼锌企业开工率

数据来源: 百川资讯、方正中期研究院整理

相对而言,国内精炼锌企业的开工率仍维持较高的位置,在高额的利润和国内市场的二八分成的刺激下,国内精炼锌的利润仍然能维持 5500-6500 元/吨的相对高位,尤其在二月锌价大幅冲高的前提下尽管有春节因素影响,冶炼厂的开工率仍维持高位。预计计入 3 月份后,因锌价暴跌上游厂商的出货意愿料将严重减弱,因而市场的开工率将维持平稳甚至相较 2 月份偏低,但整体上仍将在 75%上下浮动。

二、精炼锌库存

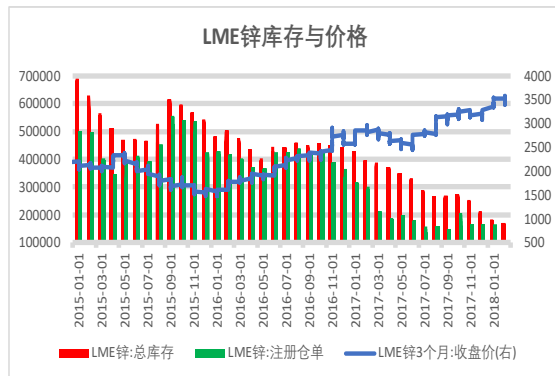


图 5-2: LME 锌库存与价格

数据来源: Wind、方正中期研究院整理

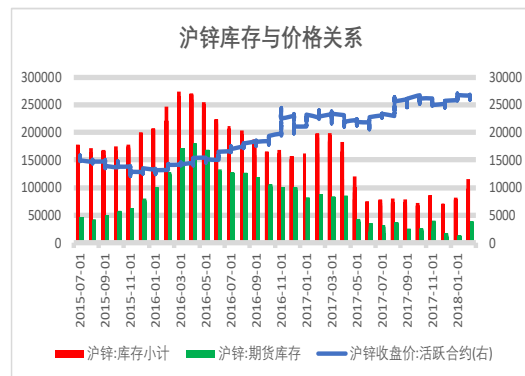


图 5-3: 沪锌库存与价格

数据来源: Wind、方正中期研究院整理

全球交易所库存锌锭的急速下滑是锌价维持强势的主要动因之一,2018 年 1-3 月库存走势整体呈现 V 字型,从年初的 20.5 万吨持续下挫至 2 月下旬的 13.3 万吨,短短两月期货库存的下滑幅度达到了 30%。后续由于锌价的高企导致市场的交仓补库,伦锌再度返回至 20 万吨上下的位置,部分贸易商和现货商放弃挺价直接出货,导致市场持续的低迷。但从近十年的库存结构上来看,LME 的库存仍然处于同期历史极低的位置,从去年 10 月份以后流出的库存部分实质上未经流市场直接流入贸易商手中,导致了期货盘面无货但现货盘面货源充足的问题。期货库存的历史低位与可用库存的历史低位并不全然相同。

进入 2018 年以来,国内市场整体呈现库存大幅增长的态势,由于伦锌价格的高涨带动沪锌超出大部分现货商 26000 元/吨的出货意愿位置,大量的交仓补库集中呈现在国内现货市场,尤

其是春节前后全国上海、广东、天津现货库存大涨至 23 万吨一线以上，对国内锌价的上行产生了较强的抑制作用，但鉴于锌价在 24000 元/吨一线以上形成较强的支撑位，大量的买入头寸集中于此，因而如若未出现美联储大幅加息或者国内进行更为严峻的环保督查的情况下，国内现货库存料将被持续消化整理，这笔库存的整理完毕的时间料将滞后伦锌 V 型反弹的时间。伦锌库存的持续中低位波动也对市场造成了持续的信心打压，沪锌已出现小幅度的库存过剩，现货市场交投整体较为活跃，但现货商挺价力度持续下滑，做卖出套保的需求略有上升。

第四部分 供需平衡表及解读

行标签	：锌矿产量	：精炼锌产量	：精炼锌需求	：过剩/短缺
2013年	12316	12091	12162	-71
2014年	13521.3	13484.7	13749.8	-265.1
2015年	13471.5	13974.5	13855.2	119.3
2016年	13129.9	13654.2	13822.9	-168.7
2017年	13363.1	13765.3	14254.2	-488.9
第一季度	3197.2	3375.5	3406.7	-31.2
1月	1085	1158.7	1159.4	-0.7
2月	1044.8	1090.1	1043.2	46.9
3月	1067.4	1126.7	1204.1	-77.4
第二季度	3259.7	3354	3549.6	-195.6
4月	1060.1	1094.8	1210.4	-115.6
5月	1054.2	1111.9	1147	-35.1
6月	1145.4	1147.3	1192.2	-44.9
第三季度	3301.9	3357.1	3484.6	-127.5
7月	1085.9	1085.6	1134.4	-48.8
8月	1081.1	1112.8	1154.3	-41.5
9月	1134.9	1158.7	1195.9	-37.2
第四季度	3604.3	3678.7	3813.3	-134.6
10月	1210.9	1221.8	1240.4	-18.6
11月	1223.1	1235.5	1305.8	-70.3
12月	1170.3	1221.4	1267.1	-45.7
2018年	1069.9	1155.2	1180.9	-25.7
第一季度	1069.9	1155.2	1180.9	-25.7
1月	1069.9	1155.2	1180.9	-25.7
总计	66871.7	68124.9	69025	-900.1

图 7-1：2013-2018 年全球锌市供需平衡表（单位：千吨）

数据来源：国际铅锌研究小组、方正中期研究院整理

据 ILZSG 公布的最新数据来看，在全球各大矿企相继公布复产计划后，全球锌市在 2017 年 12 月至今已有明显的收敛，但需要注意的是，锌精矿下滑的速度要优先于精炼锌，因而实际上市场的供求缺口仍然紧张。从矿石角度来看，加拿大，印度，秘鲁等国矿石增产明显，而澳大利亚、爱尔兰和瑞典略有下滑，锌精矿整体处于正的增长状态，但增速相较于前明显放缓。精炼锌供给方面，印度精炼锌供给增长仍然迅猛，但中国、加拿大、韩国、泰国和秘鲁略有减产，精炼锌消费方面，欧美需求较 10 月份基本持平，特朗普的贸易战使得中国未来的用锌需求较为难以确定，但据我们目前的判断认为对锌市的总体影响不会太大。

需要特别注意的是，ILZSG 将 2018 年全球锌精矿的新增产能上调至 83 万吨附近，远高于我们之前预期的 60 万吨，因而市场的实际增量还有待商榷，随着全球库存的持续塌缩，至少在二季度前全球市场不会出现供过于求的问题。同时仍需要注意矿产供给的增加可能最终反应在生产者库存和贸易库存上，增大二季度市场波动率的风险，因而未来两个月市场的贸易变动是我们需要关注的重点，谨防国际市场在四至五月份的突发性变动。

第五部分 总结和建议

因而综合来看我们认为伦锌目前有着一定的反弹信号，反弹信号的强弱直接取决于中美贸易摩擦的最终变动，但投机热度依然减弱，大幅度拉升的可能性下降，使得我们略微调低第二季度的锌价上行预期至 3650 美元/吨和 27000 元/吨附近。国内市场的观望力量和对贸易战的过度解读将使得 24000-24500 元/吨支撑的有效性大幅下降，据了解部分大的现货商已经在进行择时卖保，因而市场的空方力量相对更强。我们认为四月份锌市将更适宜波段操作，当前时点进行卖保和买保均有较大风险，可适当建仓等候市场风向。总体而言二季度锌市仍有较大概率冲高，市场稳定后考虑逐渐追多的操作。

方正金融，正在你身边。

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

行情预测说明:

涨：当日收盘价>上日收盘价；

跌：当日收盘价<上日收盘价；

震荡：（当日收盘价-上日收盘价）/上日 Z 收盘价的绝对值在 0.5%以内；mh

联系方式:

方正中期期货研究院

地址: 北京市西城区阜城门外大街甲 34 号方正证券大厦 2 层

电话: 010-68578010

传真: 010-64636998
